国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

宏观杠杆率

张晓晶
刘磊

2020 年 7 月

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

宏观杠杆率增幅趋缓 信贷与实体经济错配加剧

摘 要

2020 年上半年杠杆率增幅为 21 个百分点，由上年末的245.4%上升到 266.4%。其中，二季度杠杆率攀升 7.1 个百分点，相比一季度攀升的 13.9 个百分点，增幅回落较多。二季度杠杆率增幅趋缓主因在于经济增长率由负转正，因为债务增速相对一季度还略有提高。如果下半年经济增长继续恢复，则宏观杠杆率增幅趋缓是可期的，甚至可能出现季度性的杠杆率回落。

在一季度宏观杠杆率 13.9 个百分点的增幅中，企业杠杆率的攀升贡献了七成，政府杠杆率贡献了 16%，居民杠杆率仅贡献了 14%。在二季度宏观杠杆率 7.1 个百分点的增幅中，企业、政府与居民部门杠杆率的攀升分别贡献了 46%、25%和 28%。相对于一季度，二季度居民部门与政府部门杠杆率的边际贡献在上升。这也促进了杠杆率内部结构的合理调整。

一方面，政策当局要求信贷增长要明显高于往年，另一方面，实体经济活动疲弱对信贷的吸纳能力有限，从而导致信贷与实体经济之间的错配（misallocation）加剧。这会从总体上引致宏观杠杆率的大幅攀升，局部也会带来资金套利和资产价格较快攀升的风险。

本报告负责人：张晓晶

本报告执笔人：

- 张晓晶

国家金融与发展实验室
副主任
中国社科院经济研究所
副所长

- 刘磊

国家金融与发展实验室
国家资产负债表研究中
心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

目 录

一、总判断：实体杠杆率增速趋缓，杠杆率结构合理调整 1
二、分部门杠杆率分析 2
（一）居民部门杠杆率增幅扩大 2
（二）非金融企业部门杠杆率增幅放缓 7
（三）政府杠杆率较快增长 13
（四）金融部门杠杆率保持稳定 15
三、主要政策建议 17

一、总判断：实体杠杆率增速趋缓，杠杆率结构合理调整

2020年二季度，实体经济杠杆率急速攀升的态势有所缓解，共上升7.1个百分点，从一季度末的259.3%增长至266.4%。其中，居民部门杠杆率上升了2.0个百分点，从一季度末的57.7%增长至59.7%；非金融企业部门杠杆率上升了3.3个百分点，从一季度末的161.1%增长至164.4%；政府部门杠杆率上升了1.8个百分点，从一季度末的40.5%增长至42.3%。与此同时，M2/GDP上升了3.8个百分点，从一季度末的212.5%增长至216.3%；社融存量/GDP上升了7.6个百分点，从一季度末的267.8%增长至275.4%。

从增速上看，一季度实体经济杠杆率攀升13.9个百分点，是仅低于2009年一季度的历史次高点。二季度杠杆率攀升7.1个百分点，只及一季度的一半左右，涨幅大大收窄。导致杠杆率变化的因素一般有两个，即分子（债务）因素与分母（经济增长）因素。就二季度情况来看，**债务或信贷扩张速度并未减弱，甚至有所增强**。实体经济总债务、M2和社会融资规模存量，二季度末的同比增速分别为12.4%、11.1%和12.8%，均分别高于一季度11.1%、10.1%和11.5%的同比增速。由此可见，**杠杆率上升趋势减缓的根本原因在于经济增长率由负转正，是杠杆率的分母因素发挥了更大的作用。如果下半年经济增长继续恢复，则宏观杠杆率增幅趋缓是可期的，甚至可能出现季度性的杠杆率回落。**

从结构上看，在一季度宏观杠杆率13.9个百分点的增幅中，企业杠杆率的攀升贡献了七成，政府杠杆率贡献了16%，居民杠杆率仅贡献了14%。在二季度宏观杠杆率7.1个百分点的增幅中，企业、政府与居民部门杠杆率的攀升分别贡献了46%、25%和28%。**相对于一季度，二季度居民部门与政府部门杠杆率的边际贡献在上升。这也促进了杠杆率内部结构的合理调整。**

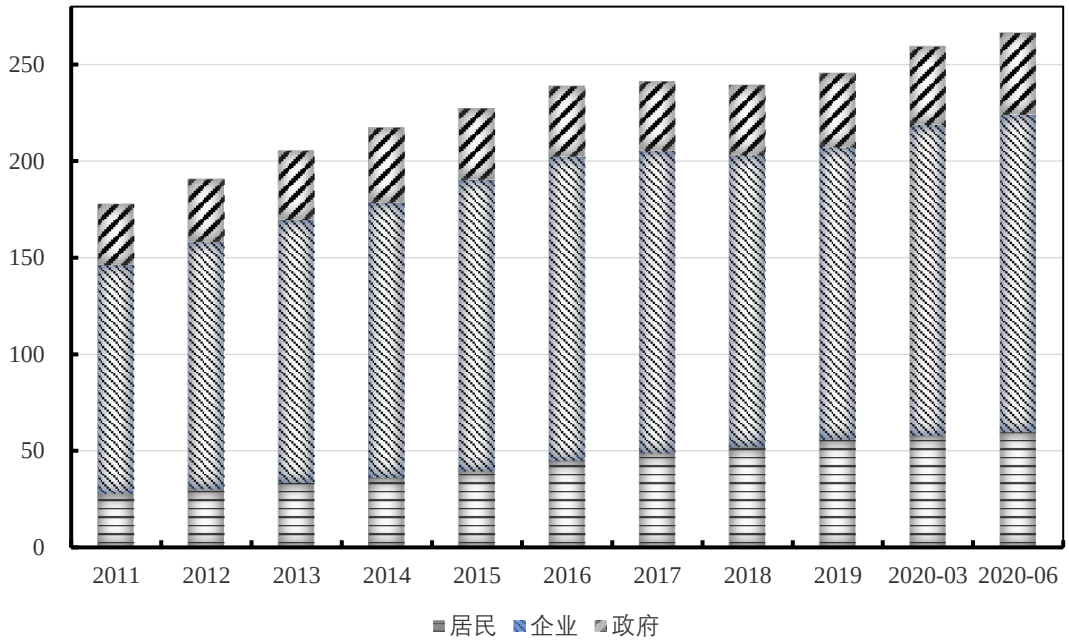

图 1　实体经济部门杠杆率及其分布（%）

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

二、分部门杠杆率分析

（一）居民部门杠杆率增幅扩大

2020 年上半年居民部门杠杆率上升了 3.9 个百分点，由上年末的 55.8%上升到 59.7%。一、二季度分别上升了 1.9 和 2.0 个百分点，二季度增幅有所扩大。在企业和政府杠杆率增幅回落的情况下，居民杠杆率的增幅扩大，对总体杠杆率的拉升作用增强。居民杠杆率上升的主要原因在于房地产贷款需求的增长。

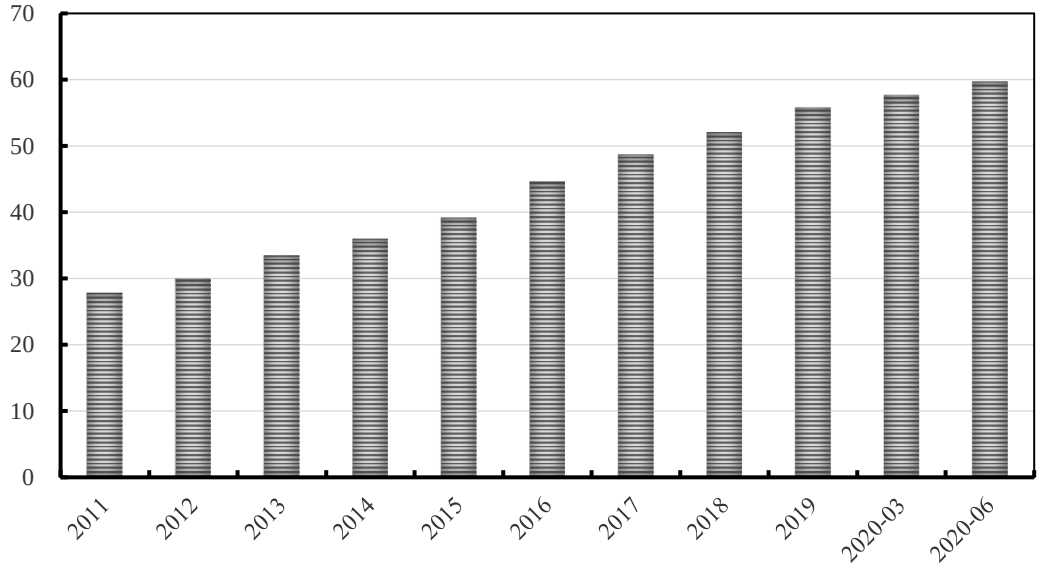

图 2　居民部门杠杆率（%）

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

1. 居民消费和短期消费性贷款仍处于负增长区间

从居民各类贷款来看，前两个季度居民短期消费性贷款呈现出低于 10%的同比负增长，而其他两类贷款——中长期消费性贷款和经营性贷款，则都维持在比较高的同比增长水平，二季度两者的同比增速都超过了 15%。

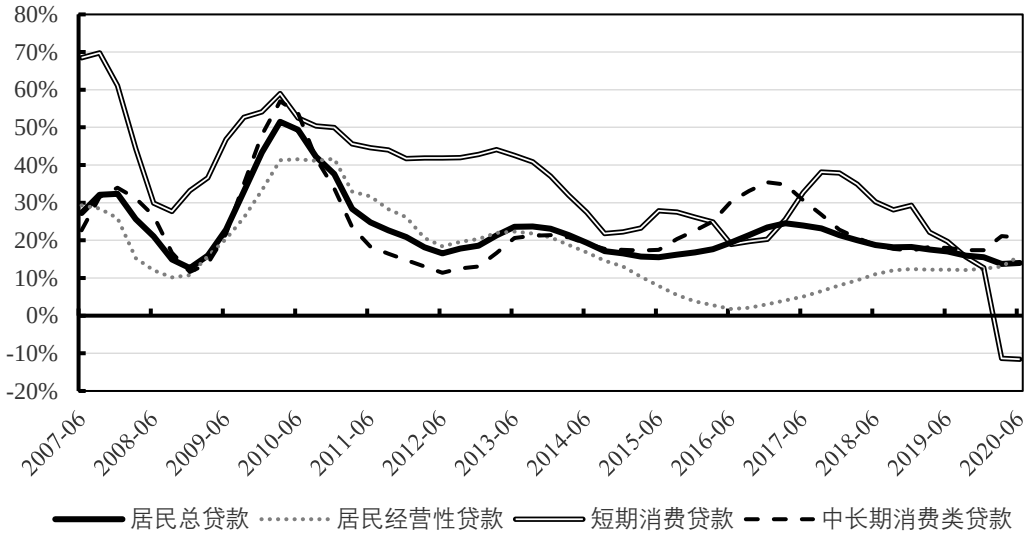

图 3　居民各类贷款同比增速

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

短期消费性贷款的负增长与居民消费下降是较为一致的。在GDP 中，与居民消费相关性较强的行业是批发和零售业、住宿和餐饮业，两者在二季度的同比增速分别为 1.2%和-18.0%，远低于二季度整体 GDP 的增速。上半年社会消费品零售总额的同比增速为-11.4%，仍处于负增长区间。从历年数据来看，社会消费品零售总额与居民短期债务余额的增长速度较为一致。居民消费虽弱势复苏，但仍处于负增长区间，不是拉动居民杠杆率上升的主因。

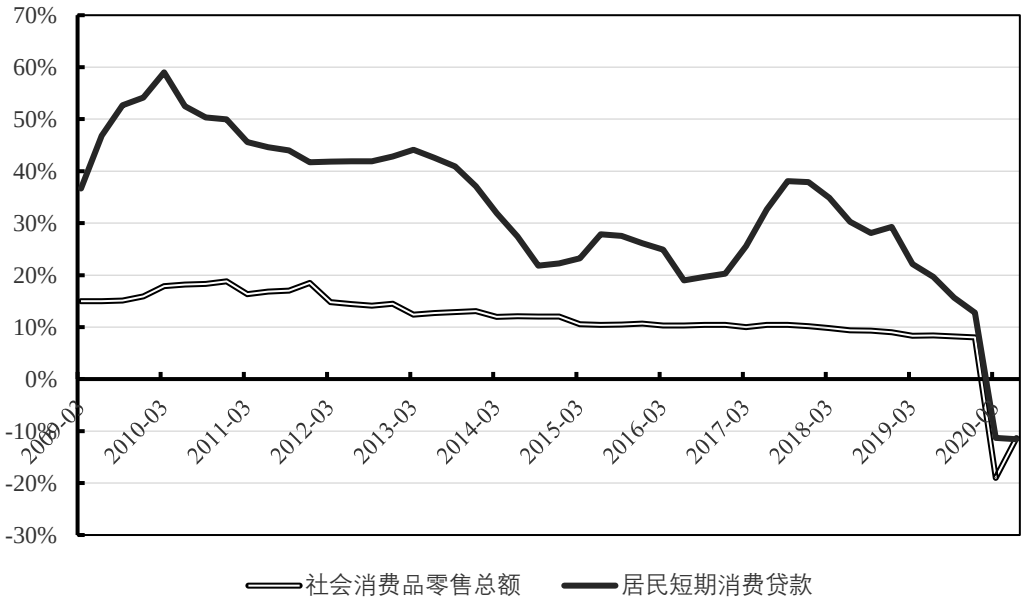

图 4　居民部门短期消费贷款和社会消费品零售总额同比增速

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

2. 房地产交易迅速恢复，拉动居民债务水平上升

房地产交易在经历了 1～2 月份的低谷后，自 3 月份起便快速恢复，二季度商品房交易已经超过去年同期水平。受疫情影响，居民活动受限，1～2 月份居民房地产交易非常低迷，尤其是 2 月份十大城市商品房成交套数尚不足 2019 年的一半。但这种态势自 3 月份起迅速扭转，二季度的商品房交易非常活跃，十大城市 5 月份的成交套数已经超过去年同期，6 月份成交套数更是单月同比上升了 30%，尤其以二线城市的成交为主。

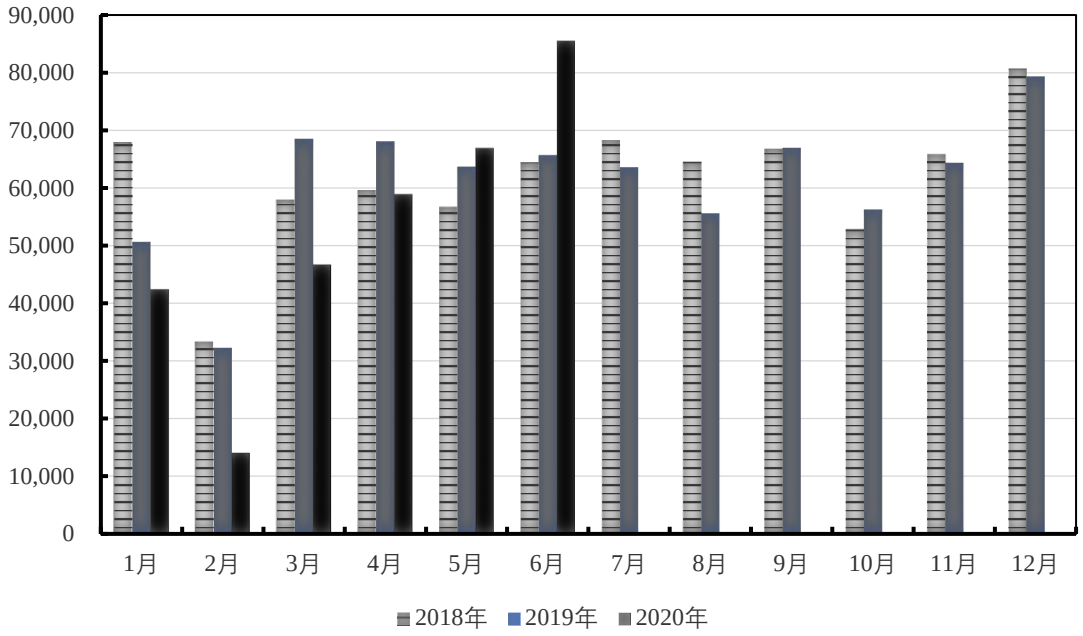

图 5　十大城市商品房成交套数

资料来源：国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

上半年居民住房贷款增长较快，是拉动居民杠杆率上升的主要动力。在一季度中，虽然房地产成交低迷，但居民中长期消费贷款（以住房按揭贷款为主）同比上升 21.1%；二季度的房地产成交活跃，居民中长期消费贷款也是同比上升了 20.7%。居民的房地产贷款相对于短期消费贷款更为稳定，受疫情和经济波动的影响较小，受住房交易短期波动的影响也较小。在政策允许的框架内，商业银行更偏向于住房贷款的发放。

我们在前几期的报告中一直强调，稳定居民杠杆率的关键在于稳定房价。尽管在应对疫情过程中，房地产的适度活跃，居民杠杆率的适度上升，对于经济的恢复都有着积极作用，但仍应关注部分重点城市房价的异动，坚持“房住不炒”，避免房价过快上升。**还要指出的是，面对货币政策的总体宽松以及实体经济活动吸纳信贷能力的不足，出现资产价格较快上涨可以说是宏观层面的大概率事件，不能简单归咎于某些地区或城市的做法不妥。**

3. 关注按揭贷款利率与经营性贷款利率的持续倒挂

在一般情况下，住房贷款利率应低于企业经营性贷款利率。有房地产作为抵押，且个人还款现金流普遍稳定，金融机构也更偏向于发放个人住房贷款。但在当前环境下，面临着两方面的矛盾。一方面是受疫情冲击，金融机构必须向实体经济让利，降低个体工商户及小微企业的融资成本，这拉低了经营性贷款利率。另一方面是对房地产市场的调控，尤其是对一线城市的二套房要给予更高的利率成本。这二者叠加导致了当前住房贷款与经营性贷款利率倒挂的问题。

以房产为抵押的经营性贷款利率一般在 4%～7%之间，尤其是在当前的鼓励政策下，部分贷款利率甚至可以降低至 4%以下，最长也可达到 30 年。而住房按揭贷款最低也要执行 4.75%的基准利率，大量二套房或者受限贷政策影响的贷款利率还有所上浮。根据人民银行公布的数据，今年一季度，个人住房贷款加权平均利率达到 5.6%，而一般贷款加权平均利率降至 5.48%。在这一利率倒挂的激励下，部分个人住房按揭贷款会以个体工商户或小微企业以住房为抵押的经营贷“马甲”出现。

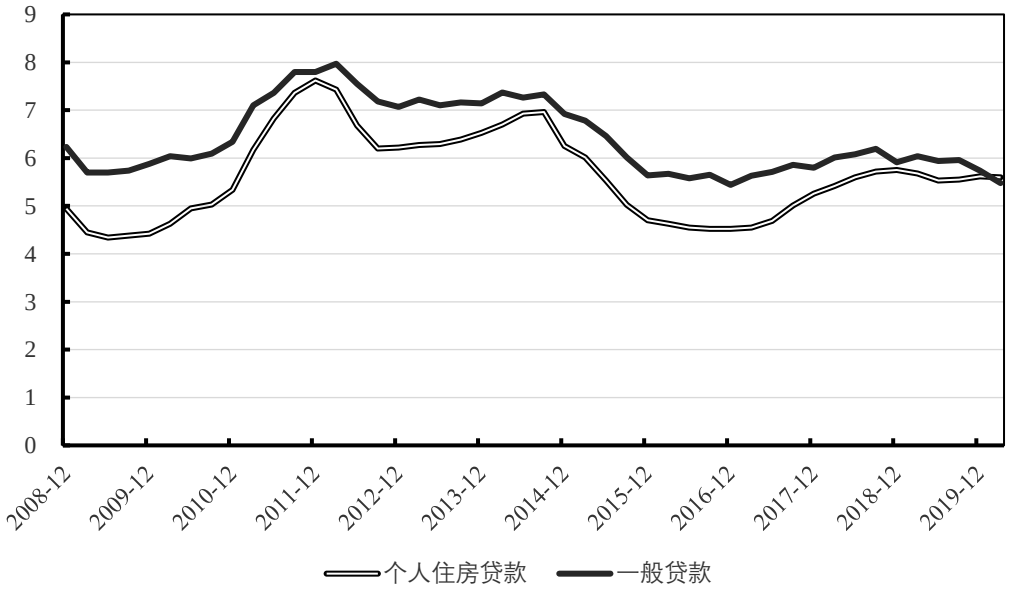

图 6　人民币贷款加权平均利率（%）

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

今年二季度末居民经营性贷款的同比增速抬升至 15.9%，仅低于住房贷款的增速，且已经达到 2015 年以来的最高增速。经营性贷款占居民全部贷款的余额也从 2019 年末的 20.5%提高到今年二季度末的 21.3%，这里面存在着部分经营性贷款违规流入房地产的情况。

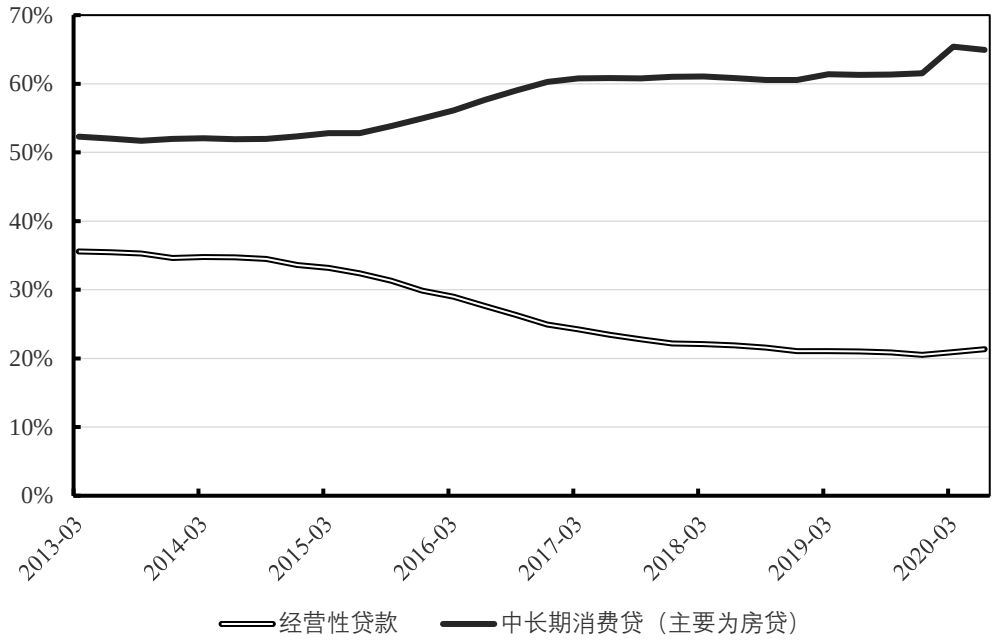

图 7　居民部门经营性贷款和房贷占比

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

（二）非金融企业部门杠杆率增幅放缓

2020 年一、二季度，非金融企业部门杠杆率分别上升了 9.8 和 3.3 个百分点，上半年共上升了 13.1 个百分点，由上年末的 151.3%上升到 164.4%。企业债务增速和杠杆率增速在二季度均迅速回落。企业的银行贷款保持平稳增长，影子银行融资继续回落，企业票据融资规模有所加大。

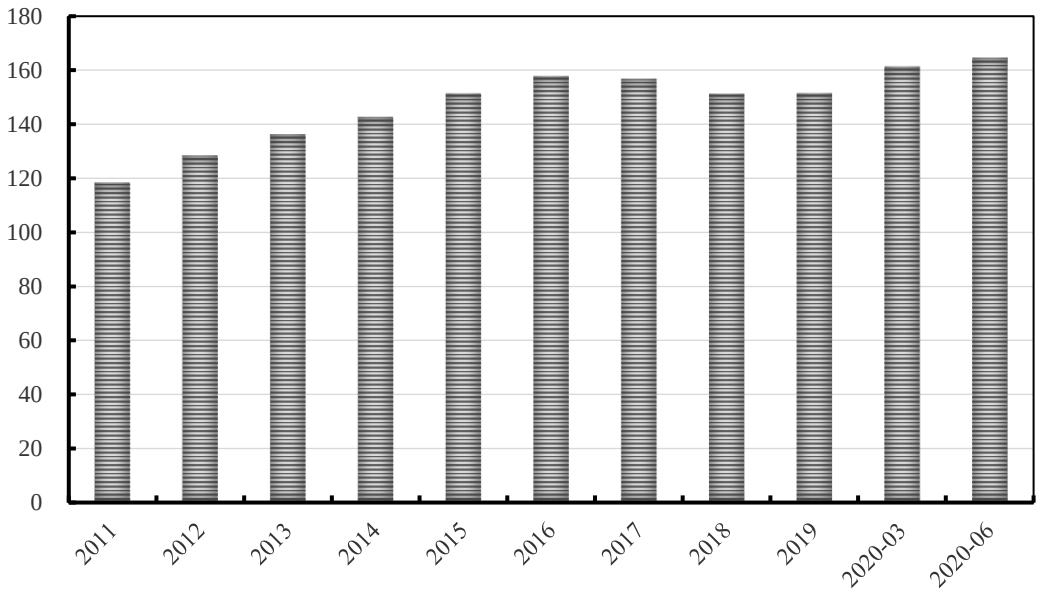

图 8　非金融企业部门杠杆率（%）

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

1. 银行贷款增长适度，影子银行债务继续回落

非金融企业债务增速回归平稳。今年一季度企业债务环比上升 5.3%，二季度的环比增速降至 2.8%。其中直接融资的增长幅度最大，企业债融资规模在一季度环比上升了 7.4%，二季度继续环比上升了 6.3%，企业债余额从 2019 年末的 23.5 万亿增长至二季度末的 26.8 万亿元。与之形成对比的是影子银行融资继续回落，委托贷款和信托贷款融资余额分别比一季度末下降了 1300 亿和 1100 亿元，相较于 2017 年末的高点已经分别下降了 2.8 万亿和 1.1 万亿元。

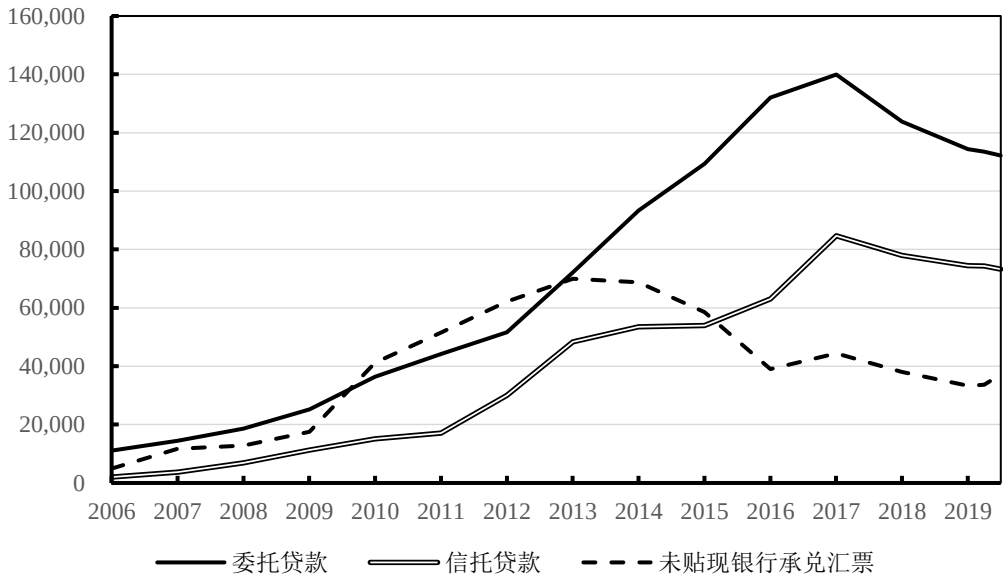

图 9　非金融企业从影子银行渠道的融资规模（亿元）

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

值得一提的是，在面临疫情冲击，要重点解决中小微企业融资的过程中，今年的政府工作报告明确突出了要“创新直达实体经济的货币政策工具”，央行也相应地创设了四种直达工具。这些直达工具在上半年实现了更精准直达实体经济的特点，具有鲜明的结构性货币政策特征。这四项直达工具分别为 3000 亿元抗疫专项再贷款、1.5 万亿元再贷款再贴现、400 亿元普惠小微企业贷款延期支持工具和 4000 亿元普惠小微企业信用贷款支持计划。

抗疫专项再贷款设立于今年 1 月 31 日，总规模为 3000 亿元，主要是通过金融机构向名单企业（直接抗疫企业）提供低成本优惠贷款资金。央行再贷款利率为 LPR 减一个百分点，同时中央财政提供 50%的贷款利率贴息，企业实际融资成本低于 1.6%。当前这项工具已经执行完毕。

再贷款再贴现设立于今年 2 月 26 日和 3 月 31 日，总规模为 1.5 万亿元，主要是增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，并向中小银行增加 1 万亿再贷款再贴现额度。2 月 26 日创设的再贷款再贴现额度共 5000 亿元，其中支农、支小再贷款额度分别为

1000 亿和 3000 亿，再贴现额度为 1000 亿。融资利率不高于 LPR+50 基点，并允许申请等额再贷款。目前这项工具也已经执行完毕。此外，3 月 31 日又提出了 1 万亿普惠性再贷款再贴现，到 7 月 7 日已经累计发放了 3747 亿元，其中涉农贷款 477 亿元，扶贫贷款 235 亿元，普惠小微贷款 1927 亿元，贴现 1107 亿元。

普惠小微企业贷款延期支持工具设立于今年 6 月 1 日，总规模为 400 亿元，主要面向地方法人银行，对符合“应延尽延”要求的普惠小微企业贷款，通过利率互换协议补贴利息的方式，为企业办理延期还本付息。

普惠小微企业信用贷款支持计划设立于今年 6 月 1 日，总规模为 4000 亿元，主要是通过特别目的工具（SPV）购买地方法人银行持有的中小企业信用贷款，期限为 1 年。央行通过购买地方法人银行在今年发放的普惠小微信用贷款 40%的额度，促进银行加大对小微企业信用贷款的投放，支持小微企业所提供就业岗位的稳定。目前这项政策刚刚推开，还在逐渐发力中。

总结来看，这几项直达工具在上半年已经实现了超过 1 万亿元的信用贷款投放，下半年还会有超过 1 万亿的贷款投放额度。所实现的信贷直达投放效果是非常显著的。通过直达性货币政策，央行的基础货币宽松与信用宽松得以同时实现。

2. 实体经济融资成本下行，部分贷款主要满足短期流动性需求

年初至今，1 年期中期借贷便利（MLF）降息两次，分别是 2 月份从 3.25%降低至 3.15%，4 月份从 3.15%降低至 2.95%，共下调了 30 个基点。贷款市场报价利率（LPR）也分别在 2 月和 4 月进行了两次下调。其中 2 月份的下调中，1 年期和 5 年期利率都下调了 5 个基点，4 月份的下调中，1 年期和 5 年期分别下调了 20 个基点和 10 个基点。短期贷款利率下调幅度更大，这有利于抑制房地产的投资冲动（住房按揭贷款主要是长期贷款），并增加对企业经营的贷款支持。

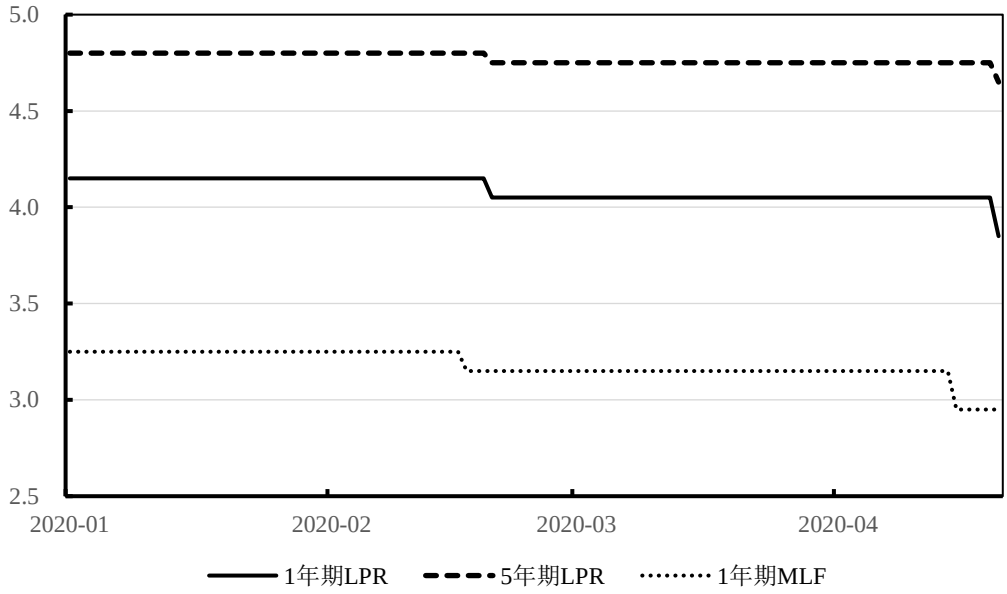

图 10　MLF 和 LPR 利率（%）

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

6 月份的国务院常务会议要求引导金融机构进一步向企业合理让利,推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元,其中约 9300 亿是通过贷款利率下行对企业形成的支持。在杠杆率保持稳定的情况下,贷款和企业债券利率下行降低了企业的财务成本，尤其是减轻了中小企业的财务负担。今年中小银行也积极通过各种渠道补充资本金,这也有利于促进提高对中小企业的信贷投放能力，加大对经济增长恢复的支持力度。

另一方面，由于经济增速下降，尤其是居民消费恢复缓慢，企业部门对未来经济增长的信心恢复也有限。从制造业采购经理指数（PMI）来看，虽然整体指数在 6 月末为 50.9%，达到荣枯线之上，但分企业类型来看，小型企业的指数为 48.9%，在荣枯线之下。因此，可以推测，**大量小微企业的贷款需求主要是解决暂时的流动性需求，是在低利率下借新还旧，而并非产生于生产经营活动的扩张。这种债务规模的上升，直接导致了企业杠杆率的上升（企业债务增速高于 GDP 增速），同时带来两个副产品——资金套利行为与资产价格上升。这是货币总量宽松格局下需要密切关注的风险。**

3. 票据融资规模加大，谨防另一种形式的资金空转

二季度的票据融资规模显著上升，体现出金融机构对中小企业融资的支持，但也部分反映了资金通过票据-结构性存款的“空转”。未贴现银行承兑汇票在二季度环比上升了 10.7%，从一季度末的 3.36 万亿升至 3.72 万亿元。同时，票据贴现融资的余额也以较快的速度上升。金融机构票据贴现融资余额从 2019 年末的 7.6 万亿上升至今年二季度末的 8.6 万亿元，半年内环比增长了 12.7%。票据是中小企业重要的融资渠道。央行也在加大再贴现力度，再贴现政策利率在今年 7 月 1 日下降了 25 个基点到 2.0%，全力缓解中小企业融资难融资贵的问题。

不过，票据融资利率与存款利率也出现一定程度的倒挂，从而形成另一种形式的资金空转。一方面是票据融资成本逐渐下行，一季度末票据融资的加权平均利率已经降至 2.94%；另一方面是结构性存款利率高高在上。根据市场上的统计，3 月份发行的人民币结构性存款平均预期最高收益率为 5.1%，近年来首次升至 5%以上，其中国有银行和股份制银行的平均预期最高收益率分别为 5.9%和 4.4%。票据融资与结构性存款之间的利率倒挂缺口加大，企业也有更强的动力通过票据融资和结构性存款进行套利。

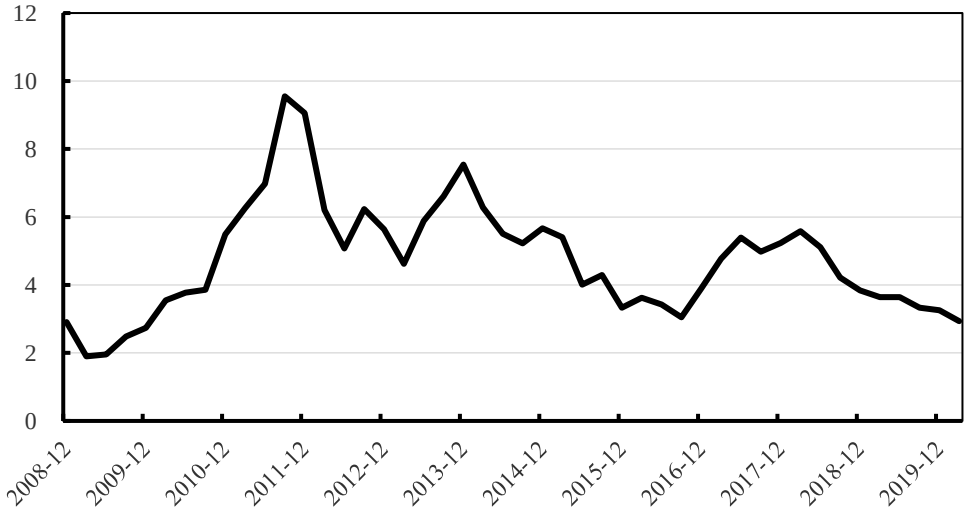

图 11　票据融资加权平均利率（%）

资料来源：中国人民银行、Wind；国家资产负债表研究中心。

与企业票据融资规模大幅上涨相对应的是今年上半年单位结构性存款余额的飙升。由人民银行统计的中资全国性大型银行单位结构性存款余额从 2019 年末的 1.3 万亿增至今年二季度末的 1.7 万亿元，环比增长了 32.9%；中资全国性中小型银行结构性存款从 2019 年末的 4.1 万亿增长至今年一季度末的 5.1 万亿，二季度回落至 4.8 万亿元，半年内环比上升了 16.5%。企业以结构性存款作为抵押从银行获得票据融资，贴现后再形成结构性存款，进而可以无限滚动操作下去。

传统的资金空转主要是由银行和影子银行之间的债权债务关系所形成的金融体系内部的空转，而票据融资与结构性存款之间的套利则形成了金融体系与非金融体系之间的空转关系。

这种空转现象本质上是结构性货币政策的副产品。金融支持小微企业融资，有效降低小微企业融资难融资贵问题，同时限制传统产业和房地产相关融资，这是结构性货币政策的出发点。**但结构性货币政策是以“有效”的市场分割为前提，一定程度上带来了利率非市场化的加重，市场利率和各类政策利率共同存在，出现了类似我们所提到的经营贷与房贷利率的倒挂、票据融资利率与结构性存款利率倒挂等问题。**虽然监管部门早已观察到这种现象，并通过多种手段进行限制，但很难完全杜绝。这体现出结构性货币政策的局限性，因此也是货币当局在实施该政策过程中需要特别注意的方面。

（三）政府杠杆率较快增长

2020 年一、二季度，政府部门杠杆率分别上升了 2.2 和 1.8 个百分点，上半年共上升了 4.0 个百分点，由上年末的 38.3%上升到 42.3%。其中，中央政府杠杆率在二季度上升了 0.6 个百分点，从 17.2%上升至 17.8%；地方政府杠杆率在二季度上升了 1.2 个百分点，从 23.3%上升至 24.5%。政府赤字和债务规模加大，抬高了杠杆率水平。

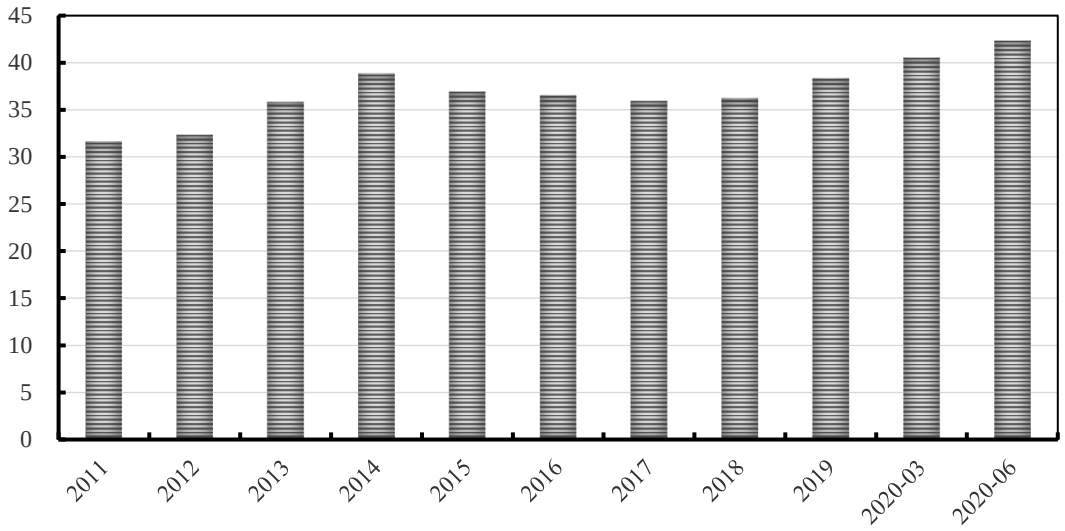

图 12　政府部门杠杆率（%）

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

今年的两会中确定了赤字率拟按照 3.6%以上安排，赤字规模相比于去年增加 1 万亿元，发行 1 万亿元抗疫特别国债，地方专项债额度比去年增加了 1.6 万亿。合计政府债务限额相比去年增加了 3.6 万亿，新增债务限额达到 8.5 万亿元。另一方面，由于 2019 年实际政府债务余额为 38.1 万亿，而债务限额为 41.6 万亿（中央政府 17.5 万亿+地方政府 24.1 万亿），二者缺口尚有 3.5 万亿元。因此，**如果今年的政府债务能够达到限额，则共计可增长 12.0 万亿元（其中，国债余额可上升 4.5 万亿，地方债余额可上升 7.5 万亿），广义的政府赤字率（包含了特别国债和地方政府专项债）最高能达到 12%左右。**

上半年地方政府债务发行较为积极，增加规模远超去年同期。2020 年上半年地方政府一般债务余额增长了 6128 亿元，专项债务增长了 2.2 万亿元，共计 2.9 万亿元。2019 年全年地方政府债务余额也只增加了 2.9 万亿元，可见今年地方政府债务的发行非常积极。地方政府杠杆率增速也较快，半年内上升了 3.0 个百分点。而中央政府国债余额在上半年仅上升了 8230 亿元，全年新增债务限额为 3.78 亿元，下半年国债余额也将大幅上行。

表 1　地方政府债务余额（亿元）

		国债	地方债	一般债务	专项债务	合计
2019 年	债务限额	175208	240774	133089	107685	415983
	年末债务余额	168038	213072	118694	94378	381110
	新增债务	17702	29210	8755	20455	46912
	新增债务限额	18300	30800	9300	21500	49100
2020 年	**债务限额**	**213008**	**288074**	**142889**	**145185**	**501083**
	二季度末余额	176268	241583	124822	116761	417851
	上半年增加额	8230	28511	6128	22383	36741
	2020 年限额-2019 年末余额（最大广义赤字）	44970	75002	24195	50807	119973
	下半年剩余额度	36741	46491	18067	28424	83232
	新增债务限额	37800	47300	9800	37500	85100

资料来源：财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

国际货币基金组织今年 4 月份预测，疫情冲击将致全球广义政府杠杆率大幅攀升，其中：发达经济体由 105.2%升至 122.4%，新兴经济体由 53.2%升至 62.0%，均超过 2008 年国际金融危机所引致的攀升幅度，同时也预计中国政府杠杆率全年上升 10.5 个百分点。根据我们的估算，如果全年名义 GDP 实现 3%的增长，则年末政府部门杠杆率会达到 49%的水平，全年上升将近 11 个百分点，与国际货币基金组织的预测较为接近。

总体而言，面对百年不遇的疫情冲击，政府加杠杆责无旁贷。**我们此前对于早期工业化国家 150 年杠杆率周期的研究也表明，公共部门杠杆与私人部门杠杆率往往呈现一定的此消彼长，而政府杠杆率在大危机或大衰退时期的及时“补台”，将是经济走出困境的重要法宝。**

（四）金融部门杠杆率保持稳定

2020 年一、二季度，资产方统计的金融部门杠杆率分别上升了 2.9 和-0.5 个百分点，上半年共上升了 2.4 个百分点；负债方统计的金融部门杠杆率分别上升了 1.0 和-0.3 个百分点，上半

年共上升了 0.7 个百分点。金融部门去杠杆成效显著，金融部门内部的资金空转现象得以有效抑制。

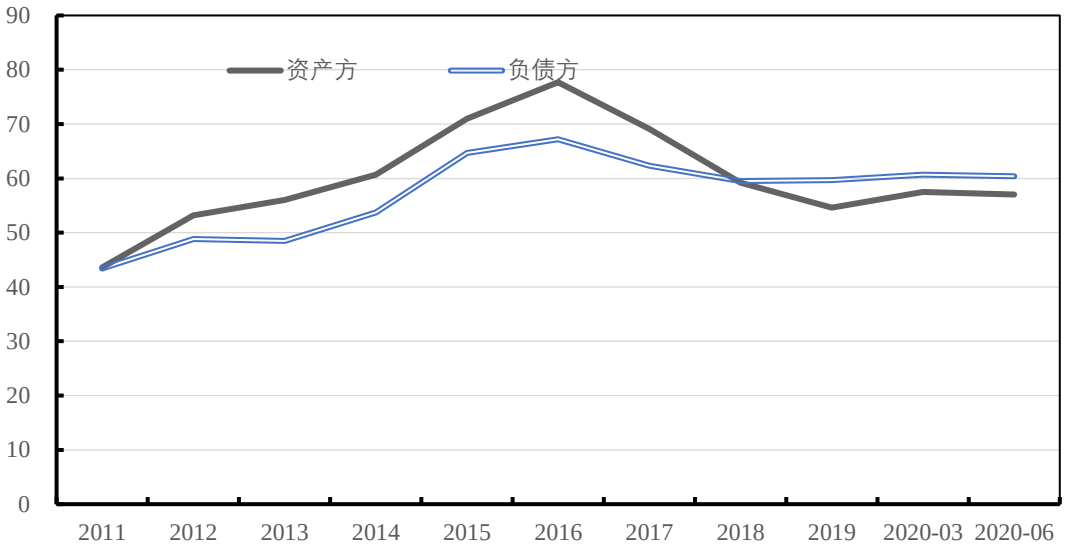

图 13　宽口径金融部门杠杆率（%）

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

1. 金融监管彰显定力

经过 2017 年至今已满三年的金融去杠杆过程，金融部门杠杆率已经达到较为合理的水平，各种金融乱象得到了有效遏制。“金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”。当前的金融体系稳健性要好于三年前，金融机构基本已经回归到主业，影子银行规模也控制在一定范围内。疫情暴发以来，商业银行受到更为严格的政策指引，直接对企业进行放贷；而影子银行则更有可能产生惜贷的情绪，主动收缩规模。

2018 年发布的资管新规指导意见给予金融机构资产管理业务有序整改和转型时间，对于资管产品，尤其是存量资管产品的过渡期设置为 3 年，从 2017 年底到 2020 年底。但由于疫情导致的变化，稳增长的压力凸显，逆周期宏观调节的力度加强，资管新规过渡期很可能会有所延长。但无论延长多久，金融机构已经在进行转型，净值类理财产品规模也在增长。未来金融供给侧改革的方向仍将是进一步规范市场，发展直接融资市场，让融资业务和投资业务各归本位，消除监管套利。

2. 应重视金融机构的坏账风险

今年上半年银行的贷款和存款规模都以较快的速度上升，金融业增加值的累计同比增速也维持在 6.6%的较高水平。金融业增加值占 GDP 的比例更是达到了 9.26%的较高水平。但从另一方面来看，过快增长的银行信贷，尤其是对小微企业的经营性贷款可能会导致更高的不良率，“必须做好不良贷款可能大幅反弹的应对准备”。

日本的经验说明，银行大规模的不良贷款以及与其相对应的僵尸企业是造成经济陷入深度衰退的重要原因。并且,这种不良贷款并不能反映到银行主动上报的金融数据中来。根据日本金融厅所公布的数据，日本银行不良贷款率在亚洲金融危机后的 2001 年达到 8.4%的峰值，为 35.7 万亿日元，但国际投行分析师则普遍认为日本当时的不良贷款接近 100 万亿日元。我国一季度末商业银行的不良贷款率为 1.91%，相比 2019 年有所上升，仍处于较低的位置。但此时一定要谨记日本的教训，对真实的不良贷款保持更清醒的认识。

一般来说，越是小微普惠贷款，不良的比例可能越高。当前商业银行整体的不良贷款率仅有 1.91%，但城商行的不良率已经达到 2.45%，农商行已经达到了 4.09%。今年上半年小微普惠贷款增速远超一般性贷款增速。据央行金融市场司介绍，截至 5 月末，普惠小微贷款余额 12.9 万亿元，同比增长了 25.4%。可以预计，未来不良贷款率继续上升将不可避免。

三、主要政策建议

二季度我国经济增长由负转正，甚至“超预期”，这既彰显了我国经济的韧性，也与政府推出的各项救助与支持措施是分不开的。可以说，宏观杠杆率的较快上升亦是政策当局面临百年不遇的疫情冲击努力促进经济恢复的主动作为。但信贷扩张、债务攀升是一柄双刃剑，要用好它，还需要注意以下几个方面的问题。

1. 从长期稳杠杆的角度，努力恢复经济增长是第一要务

实体经济杠杆率由一季度攀升 13.9 个百分点到二季度攀升 7.1 个百分点，增幅回落近一半。而同期，实体经济总债务、M2 和社会融资规模存量扩张速度不仅没有放慢，甚至还有所提高，这充分表明，引起二季度杠杆率增幅趋缓的主因是经济增长率由负转正，或者说是杠杆率的分母因素发挥了更大的作用。如果下半年经济增长继续恢复，则宏观杠杆率增幅趋缓是可期的，甚至可能出现季度性的杠杆率回落。所以说，**未来宏观杠杆率的走势主要取决于经济增长而非债务扩张。从长期稳杠杆的角度，努力恢复经济增长是第一要务。**

2. 警惕信贷与实体经济活动错配带来的问题和风险

面对百年不遇的疫情冲击，政策当局要求信贷增长要明显高于往年，以体现对于纾困与恢复经济的大力支持，这完全在情理之中。事实上，主要发达经济体的无限量化宽松政策更是有过之而无不及。不过，**因为疫情冲击，很多信贷需求是用于纾困（比如给员工发工资，帮企业支持债务利息或者其它短期的流动性需求），而不是用于商业活动的扩张，这就使得“明显高于往年的信贷增长”与“明显低于往年的实体经济活动”之间出现了明显的不匹配或者说错配。这从总体上会引致宏观杠杆率的大幅攀升，局部也会带来资金套利和资产价格较快攀升的风险。**如果说这个问题在今年一季度还不明显，那么二季度则较为突出了。这就是为什么我们需要坚持总量政策适度，把握保增长与防风险的有效平衡。

3. 面对坏账率的较快上升，银行部门要做到未雨绸缪

今年金融业增加值仍然保持较快的增长，既有会计核算制度的原因，也与商业银行的拨备覆盖率下降相关。一季度末商业银行拨备覆盖率为 183.2%，相比 2019 年一季度末 192.2%的阶段性高点下降了约 10 个百分点。我们认为，要对未来不良贷款做

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

到未雨绸缪，需从两个方面做好准备。首先是预先计提拨备，减少银行分红。在银行账面利润随着存贷款规模快速上升而上升的同时，要进一步夯实家底，更大幅度的计提拨备。第二是进一步给予财政上的补助，包括用专项债资金充实地方法人银行的资本金，也包括用财政与金融相协同的方式给予中小企业相应的支持。金融的优势在于市场机制，金融市场本身具有价格发现职能，在资源配置中更有效率；而财政政策天然具有结构性特征，采用财政政策为中小企业提供补贴有利于降低结构性金融政策所产生的市场套利和坏账上升等问题。财政与金融二者协调配合，将会起到更好的效果。

版权公告:【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位: 国家金融与发展实验室。